

# 公牛集团（603195.SH）

## 民用电工行业引领者，新老业务高效协同

公司研究 · 深度报告

轻工制造 · 家居用品

投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：陈伟奇  
0755-81982606  
chenweiqi@guosen.com.cn  
S0980520110004

证券分析师：王兆康  
0755-81983063  
wangzk@guosen.com.cn  
S0980520120004

证券分析师：邹会阳  
0755-81981518  
zouhuiyang@guosen.com.cn  
S0980523020001

## □ 公牛集团：民用电工行业引领者

- 公牛集团创立于1995年，从插座开始逐步拓展，形成电连接、墙壁开关、LED照明、充电桩/枪等电工业务，是我国民用电工行业的绝对龙头。公司营收与利润增长稳健，2016-2022年收入复合增长17.4%至141亿，利润复合增长14.6%至32亿。

## □ 转换器&墙开业务：传统强势业务，稳健增长压舱石

- 转换器行业已进入成熟期，2022年规模达到153亿，预计未来销量基本稳定，价格在产品升级的带动下实现2%左右的小幅增长。公牛转换器产品初期主打“安全插座”的差异化定位，通过央视广告、经销商渠道强大的管理能力及店铺招牌等卡位营销，公司成长为转换器行业的绝对龙头，市占率预计超70%。后续在产品结构升级、及开拓海外渠道的带动下，预计转换器业务仍有望保持稳健增长。
- 墙壁开关地产后周期属性明显，2023年预计行业规模接近250亿，后续规模预计保持稳定。公牛通过卡位“装饰开关”，成功复制转换器（产品-渠道）的成长路径，2022年市占率预计约20%。后续通过渠道升级、产品矩阵扩充，市占率有望得到进一步强化。
- 竞争优势总结：**公司具备强大的供应链管理能力和零部件自制率高，成本优势显著，在核心品类上具有深厚的研发积累，产品力强、毛利率高。公司产品定位精准，通过免费点头招牌等独特营销手段，高效抢占消费者心智。渠道端，公司对经销商渠道持续优化调整，严格筛选，并通过高毛利进行深度绑定，形成全国超110万家的渠道网点，覆盖面广。

## □ LED照明&生态品类：场景重合、渠道复用，以无主灯突围

- LED照明行业2022年达到2740亿体量，但行业格局较为分散，CR10预计约10%。公牛照明业务2022年收入14亿，未来通过发力无主灯等新兴业务、打造差异化产品、强化与装修等渠道的合作，参考公司在转换器业务上的发展，预计公司照明业务仍有翻倍的成长空间。

## □ 新能源业务：行业空间广，公牛布局日益完善

- 受益于新能源汽车的高速发展，我国充电桩/枪行业快速成长，2023年行业规模超500亿元，预计至2026年仍有望保持20%的复合增长。公牛2021年切入充电桩/枪行业，2022年实现收入1.5亿/+639%，预计在原有电工产品在技术研发、品牌及渠道上的协同下，随着渠道的持续发展，公司充电桩/枪业务有望保持高速发展势头。此外，公司还切入高速成长的便携式储能行业，未来有望实现优势迁移。

## □ 投资建议：看好新老业务及新老渠道协同并进，维持“买入”评级

- 公司核心品类稳居行业第一，形成强大的品牌效应和渠道布局，看好公司进入更多民用电工、智能家居相关领域，实现长期稳健经营和成长。预计公司2023-2025年收入分别为158.5/178.6/201.2亿，同比增长12.5%/12.7%/12.6%；归母净利润为38.1/43.9/50.0亿，同比增长19.5%/15.2%/14.0%；对应PE为24/21/18X。综合绝对估值和相对估值，我们给予公司2024年PE估值23.8-26.0倍，对应股价区间为117.3-127.9元/股，对应市值为1046-1141亿元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**新业务与渠道开拓进度不及预期；行业竞争加剧；行业需求不及预期；原材料价格大幅波动。

- [ 01 ] 公牛集团：民用电工行业引领者
- [ 02 ] 转换器&墙开：传统强势业务，稳健增长压舱石
- [ 03 ] LED照明&生态品类：场景重合、渠道复用，以无主灯突围
- [ 04 ] 新能源业务：行业空间广，公牛布局日益完善
- [ 05 ] 盈利预测、投资建议及风险提示

# 01 | 公牛集团：民用电工行业引领者

# 公牛集团：从家庭作坊到民用电工行业引领者



## □ 多年深耕布局成就公司民用电工行业龙头地位

- 1995-2007：**崛起阶段**。成立于1995年，从制造“高品质”插座到制造“安全”插座，在转换器行业中建立了持久优势。
- 2007-2020：**培育阶段**。2007年正式进入墙壁开关插座领域；2009年创新实施“配送访销”模式；2010年进军电商；2014年依托渠道和品牌优势开始进入LED照明领域；2016年顺应消费电子产业趋势培育数码配件业务；2017年引入外部投资人优化公司治理。
- 2020-2030：**新发展阶段**。2020年以来拓两翼，以传统业务为基将业务延伸至智能家居生态以及新能源领域；2022年深化渠道变革，精益营销赋能传统优势渠道，加速新业务渠道开拓；同时积极推动公牛业务管理体系（BBS）落地、推进数字化建设。

产能布局	2004年，工厂入住观海卫工业园区	2009年，建成UL国际专业认证组织评定的高标准专业实验室 2010年，龙山工业园建造第四个全新生产基地 2012年，慈东滨海工业区新基地启用 2015年，数码精品工厂成立 2016年，生产中心2基地、工业园区一号二号厂房完工，2017年投产 2017年，墙壁开关插座生产基地开工，设立五金件生产工厂 2018年，转换器自动化升级项目开工	2020年，各工厂导入精益生产线，墙开工厂搭建首条基于5G网络的设备数据实时采集验证线 2020年，建立无尘电子工厂 2021年，各工厂初步构建数字化系统 2021年，新能源点连接工厂完成新生产车间建设 2021年，喷涂工厂完成建设和搬迁 2021年，收购邦奇智能，孵化全新控制系统 2022年，五金数字化工厂项目开工
品牌&品类	1995年，公牛电器成立，创立“公牛”品牌 1996年，行业内首创按钮式开关插座	2007年，进入墙壁开关与插座领域 2014年，进入LED照明领域 2016年，进入数码配件领域 2019年，推出爱眼照明系列产品、防过快充充电器、多合一移动电源、贴合式移动电源等创新产品	2020年，推出智能开关、智能门锁等智能生态产品、TWS耳机和浴霸、换气扇等系列生活电器 2021年，推出轨道插座、升降插座、充电桩/枪等产品 2022年，基于新标准对全系列插座进行升级，并推出高端户外移动电源，“插座+台灯”、无主灯等产品
渠道布局	2001年，设立班门电器，开拓海外市场	2009年，实施“配送访销”销售模式 2010年，进军电商，线上公牛旗舰店成立 2015年，公牛自主品牌走向国门，销往印度、菲律宾等 2015年，电商事业部成立，进驻天猫旗舰店、京东、1号店等大型电商平台 2017年，公牛产品正式在美国亚马逊平台上线	2020年，进一步确立ToC、ToB两大营销体系，C端数码渠道“配送访销”进行数字化升级 2021年，加速新能源中充电枪/桩的个户、房企渠道布局 2022年，装饰渠道全面导入精益营销工具，新能源渠道组建了线下的分布式渠道

崛起阶段：  
1995-2007年

培育阶段：  
2007-2020年

新发展阶段：  
2020-2030年

资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 公牛集团：从家庭作坊到民用电工行业领军者

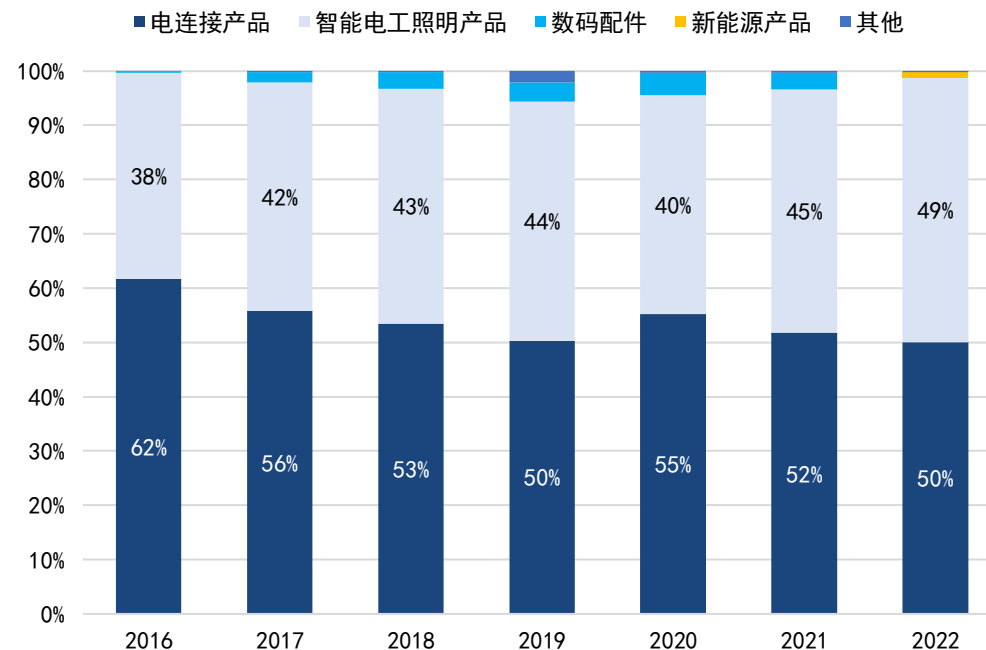
- 以传统业务为压舱石，有边界的进行品类延伸
  - 强电连接的转换器→弱电连接的数码配件→再到新能源的充电桩/桩等产品延伸（底层技术相同，品牌认知和产品关联度高）
  - 墙壁开关插座产品→向LED照明、断路器、浴霸、晾衣机等前装环节的电器延伸（消费场景重合，顺应一站式购买需求）
- 目前已形成电连接、智能电工照明与新能源三大业务布局：1) 电连接主要为转换器、数码配件等；2) 智能电工照明包括墙壁开关插座、LED照明(智能无主灯)以及断路器、浴霸与智能门锁等生态品；3) 新能源产品主要为新能源汽车充电桩/枪、户外便携式储能等。

## 公司目前已形成三大主营业务板块



资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

## 分品类收入占比：以电连接和智能电工照明产品为主



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

# 管理层扎实深耕，股权高度集中、激励相对充分

## □ 管理层经验丰富，组织架构完善高效

- 创始人阮立平先生为灵魂人物与掌舵者，曾任水电部杭州机械研究所工程师，以工匠精神奠定了公司产品追求质量与安全的基调；2015年面临跨界入局者小米的扰动，果断带领公司主动拥抱智能化与互联网打法，于转型变革中成功捍卫了龙头地位。
- 管理层专业稳定，引入美的、TCL等电工行业经验丰富的管理团队；
- 组织结构完善且相对扁平，各部门分工明确、决策传导短而高效，为业务长远发展提供支撑。

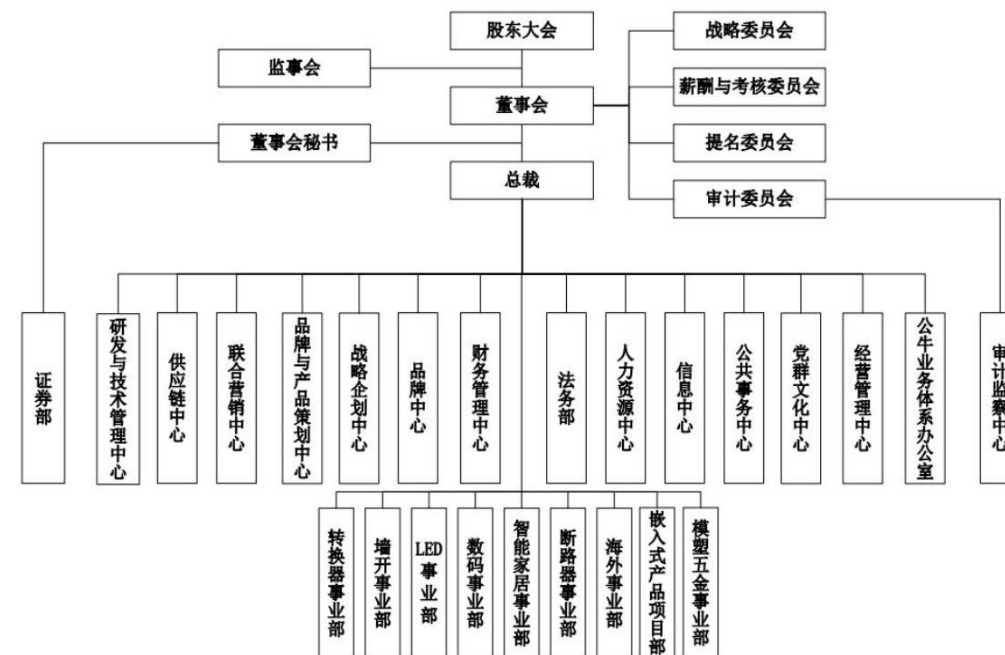
### 公司管理层团队专业且经验丰富

姓名	职务	简介 (曾任)
阮立平	董事长、总裁	水电部杭州机械设计研究所工程师
阮学平	副董事长	慈溪公牛生产经理、公牛副董事长等
蔡映峰	董事，副总裁	教授级高级工程师，水电部杭州机械设计研究所起重室主任工程师，Portek International Pte Ltd (新加坡) 高级工程师
刘圣松	董事、副总裁、董事会秘书	猴王集团科学技术部主任助理，美的集团高级经理，奥克斯战略运营总监、事业部副总经理，江西正邦科技总裁助理、事业部总经理
周正华	董事、副总裁、墙开事业部总经理	中山嘉华电子进料品质控制技术员，合一集团质量控制主管，美的集团产品公司总经理
申会员	研发与技术管理中心负责人、研究院院长	TCL集团国际电工开发部项目组长，惠州爱帝威电工科技电工研发部部长
官学军	装饰渠道营销系统总经理	佛山市顺德区顺达电脑厂有限公司采购科长，宁波方太厨具有限公司高级采购经理，全友家私高级采购经理
李国强	营销副总裁	TCL国际电工有限公司区域经理，爱帝威国际电工有限公司营销总监
张丽娜	副总裁、财务总监	中国电信股份有限公司慈溪分公司财务主任
李雨	低压电器事业部总经理	公牛审计部经理、运营部经理等

资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司组织架构扁平，决策传达高效

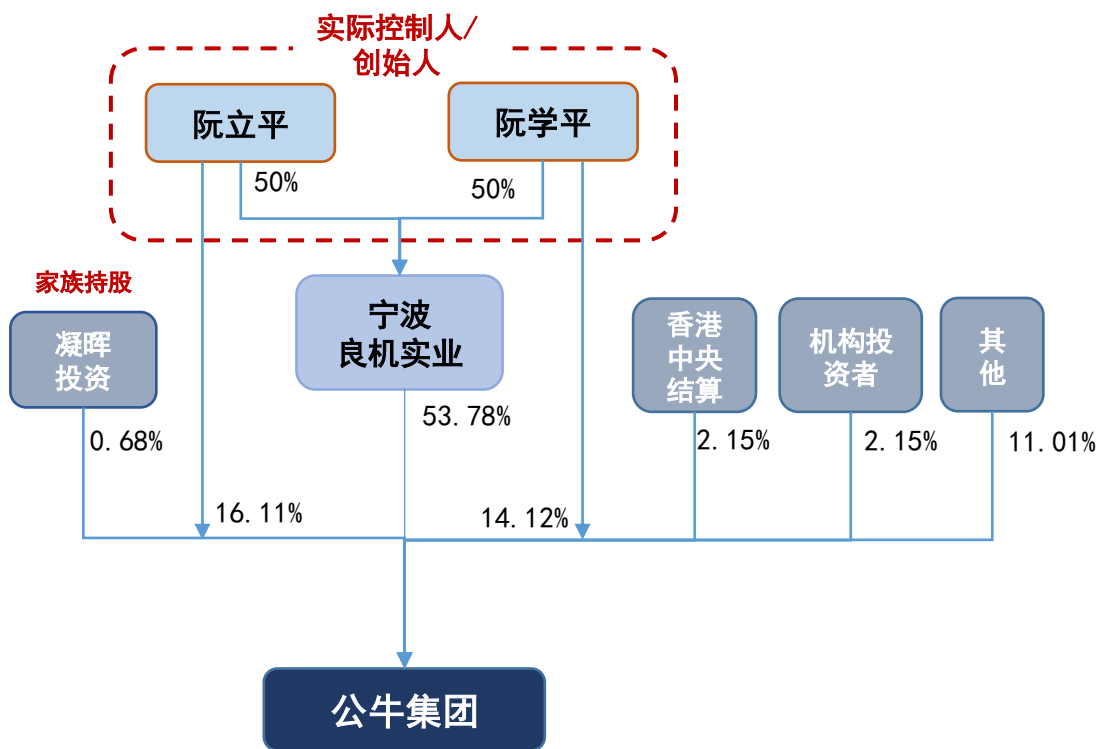


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

# 管理层扎实深耕，股权高度集中、激励相对充分

- 股权高度集中，具有明显的家族企业特征。截至2023Q3，实控人阮立平和阮学平合计持股比例达84.0%，股权集中且长期保持稳定，保障了公司的高效率决策制订及执行；此外众多机构跻身前十大股东，体现了公牛集团作为具有良好成长性的龙头而受到市场青睐。
- 股权激励充分，绑定核心高管骨干。公司自上市以来发布多次股票激励计划与特别人才持股计划，覆盖对象范围较广且考核目标设置不高，提振信心、调动积极性并赋能公司长远稳健发展。

## 家族企业特征，实控人合计持股比例达84.0%



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 2020年以来发布多次激励计划，覆盖对象广泛

发布时间	人数	计划授予数量	考核条件
《2020年限制性股票激励计划》	452人	62.9万股/ 占总股本0.1%	2020-2022年营业收入或净利润不低于前三个会计年度的平均水平
《特别人才持股计划》	不超过23人	资金总额5000万	2020-2023年营业收入或净利润不低于前三个会计年度的平均水平
《2021年限制性股票激励计划》	547人	69.3万股/ 占总股本0.1%	2021-2023年营业收入或净利润不低于前三个会计年度的平均水平且不低于前两个会计年度平均水平的110%
《2022年限制性股票激励计划》	670人	155万股/ 占总股本0.26%	2022-2024年度营业收入或净利润不低于前三个会计年度的平均水平且不低于前两个会计年度平均水平的110%
《2023年限制性股票激励计划》	762人	151万股/ 占总股本0.25%	2023-2025年度营业收入或净利润不低于前三个会计年度的平均水平且不低于前两个会计年度平均水平的110%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

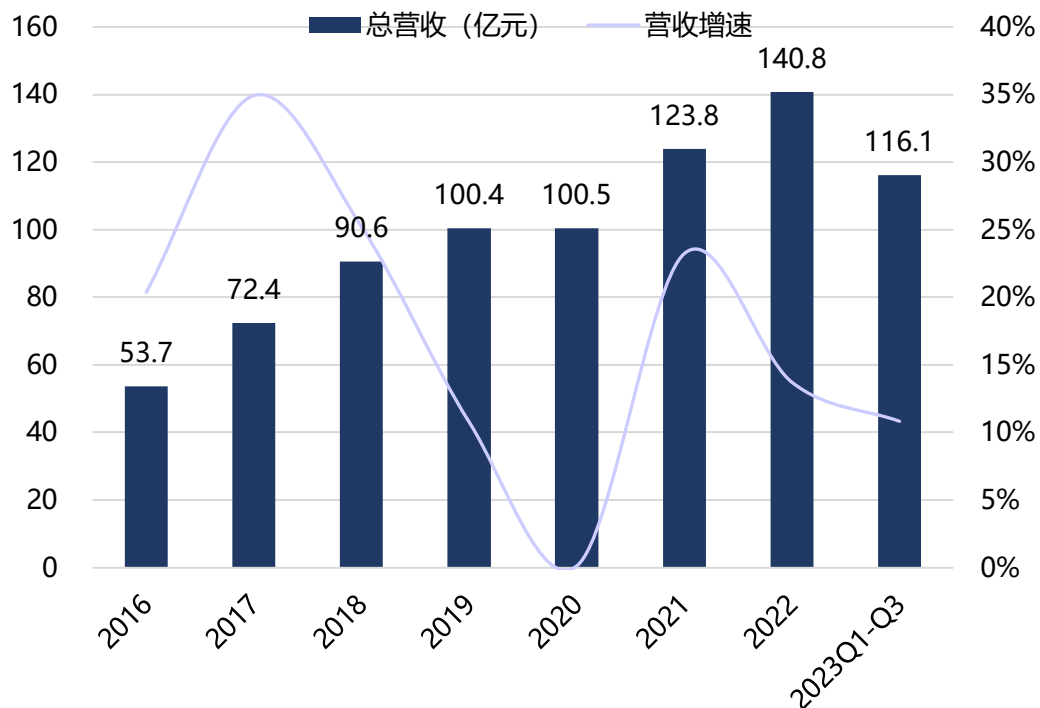


# 收入拆分：传统主业稳，第二业务增速快，新业务打基础

□ 营收增长稳健、第二业务拉升规模再上台阶。公司总收入从2016年的53.7亿增长至2022年140.8亿/CAGR+17.4%；2023Q1-Q3收入同比+10.8%至116.1亿。公司已建立起跨周期的产业矩阵，新老业务与新老渠道拓展持续提供增长动能，分三大业务来看：

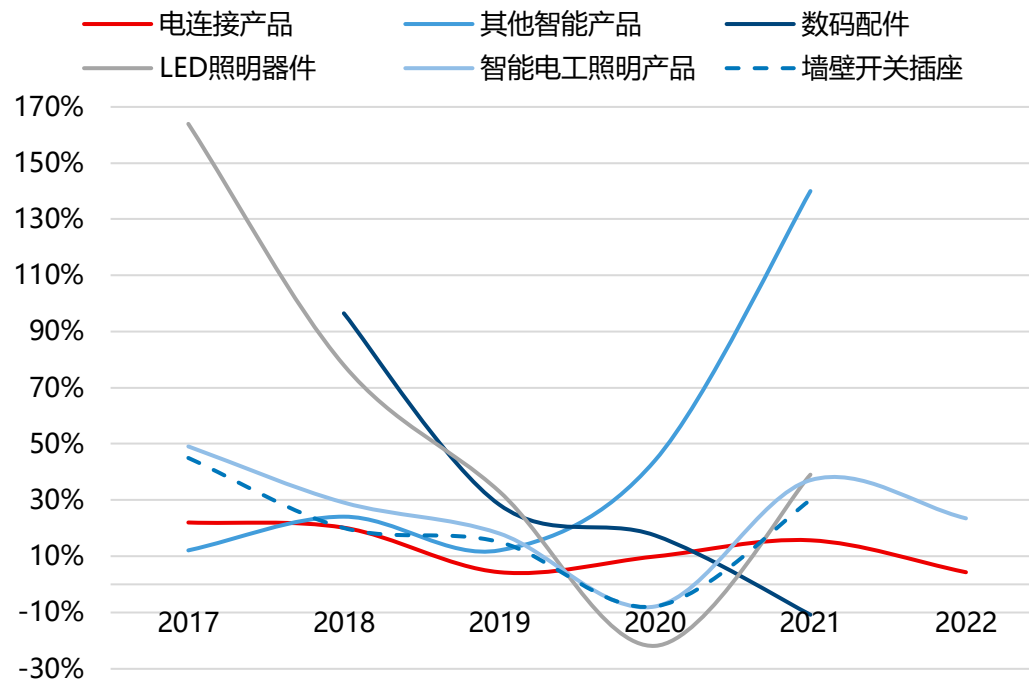
- ① 电连接：现金牛业务，稳健。2022年收入70.5亿/同比+4.2%/占比50.1%；
- ② 智能电工照明：第二增长曲线，增速快。2022年收入68.5亿/同比+23.4%/占比48.6%；
- ③ 新能源：2021年孵化的新业务，承接中长期增长。2022年收入1.5亿/同比+638.6%/占比1.1%。

### 2016-2022年公司收入复合增速为17.4%



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 电连接业务增长稳，智能电工照明和新能源业务增速快



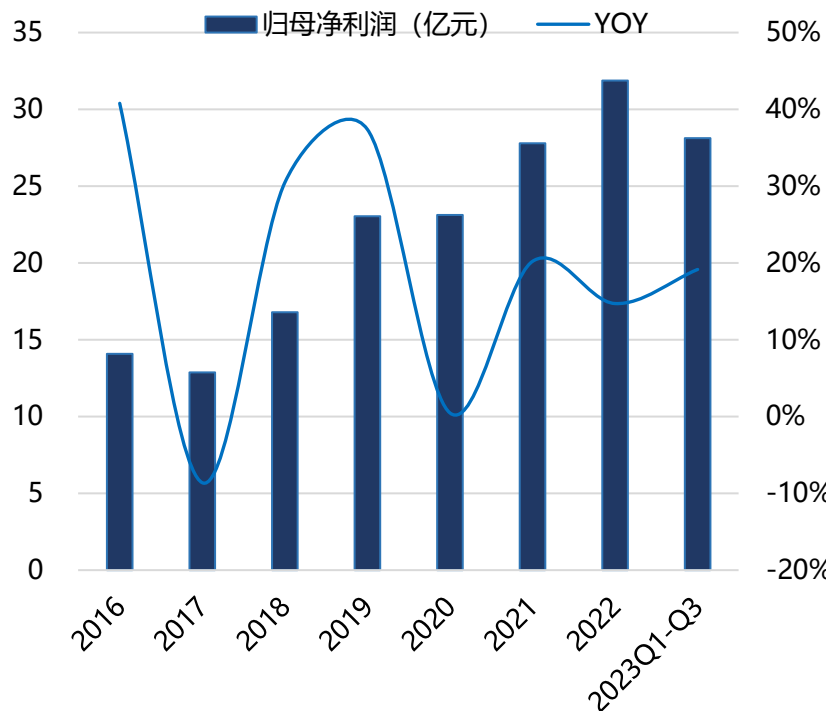
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

# 利润拆分：盈利能力优异，毛利率仍有结构性向上空间

## □ 净利润快速增长，费用管控良好，高毛利率、高净利率

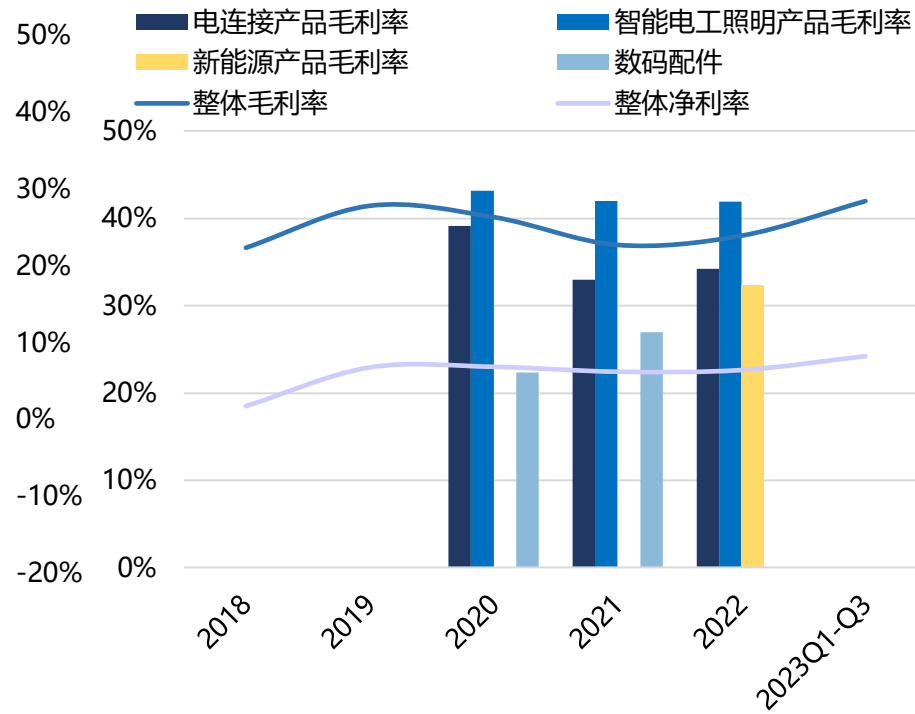
- 直接材料以铜和PC/PP塑料为主，约占成本八成，毛利率受大宗材料价格影响较大；结构性上智能电工照明(41.9%)>电连接(34.3%)>新能源(32.3%)。2023Q1-Q3整体毛利率已回升至41.9%，随着1)传统业务结构升级与2)新业务稳态后释放规模效应，预计仍有上行空间。
- 归母净利润从2016年的14.1亿增长2022年的31.9亿/CAGR+14.6%；2023Q1-Q3净利润同比+19.1%至28.1亿。2020年主要受疫情冲击和原材料价格上涨影响，2021年以来产品矩阵完善、提价落地与渠道多元扩张，净利润均维持了双位数增长。

### 2016-2022年公司归母净利润复合增速为14.6%



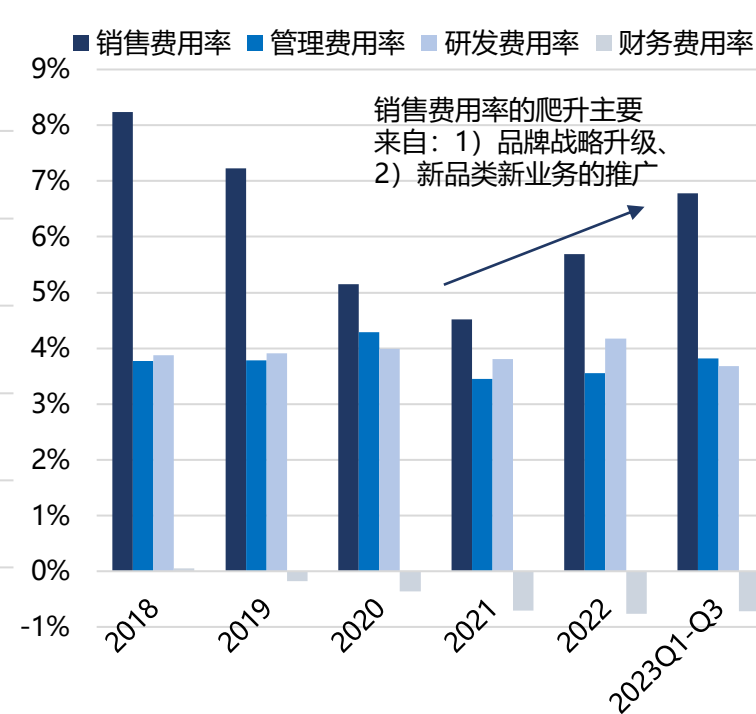
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 高毛利率、高净利率，公司盈利能力较强



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 期间费率把控较好，销售费用率有所爬升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

# 商业模式：高净利率轻资产高ROE，快消品运作模式下具备更高 $\alpha$



□ 民用电工行业：产品属性：①不存在制造与技术壁垒；②产品更偏向无差别的大众消费品 → 同质化、低单价、弱溢价

渠道属性：现场体验与就近购买，以2C为主 → 终端渠道分散，渠道广度和深度决定了市场铺货能力

□ 公牛高盈利的  $\alpha$  来自：以快消品运作模式管理

① “配送访销” 下沉百万终端门店；② “店招广告” 实现低成本营销；③ “差异化定位”（如安全/质量）带来品牌溢价

	公牛集团	欧普照明—墙开	动力未来—转换器
ROE	<b>27.5%</b>	13.2%	12.4%
1) 净利率	<b>22.6%</b>	10.8%	4.6%
毛利率	38.0%	35.0%	16.3%
销售费用率	5.7%	15.8%	-
2) 资产周转率	0.88	0.82	1.72
3) 杠杆	1.39	1.50	1.56
假设—生产成本（元）	10	10	10
品牌端毛利率	<b>38.0%</b>	<b>35.0%</b>	<b>16.30%</b>
出厂价—一级经销商提货价（元）	16.1	15.4	-
一级经销商毛利率	30%	15%	-
二级经销商提货价（元）	-	18.1	-
二级经销商毛利率	-	15%	-
门店提货价（元）	23.0	21.3	11.9
门店毛利率	26.3%	15.6%	23.1%
终端售价（元）	31.3	25.2	15.5
加价倍率	1.9	1.6	1.6
销售模式	经销为主、直销为辅	经销为主、直销为辅	小米渠道
渠道结构	①包括装饰+五金+数码+电商+B端+海外渠道；②终端网点超100w家，包括75w家五金渠道+12w家专业渠道+25w家数码配件售点	①包括家居经销+商用销售+电商+海外渠道；②300+一级经销商+4w门店+10w终端+4500专区+150家全屋智能体验馆	-
商业模式	配送访销的单层经销体系下，品牌与渠道有更高利润率	家居经销为多层次的经销渠道，各环节毛利相应压缩	固定利润率

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

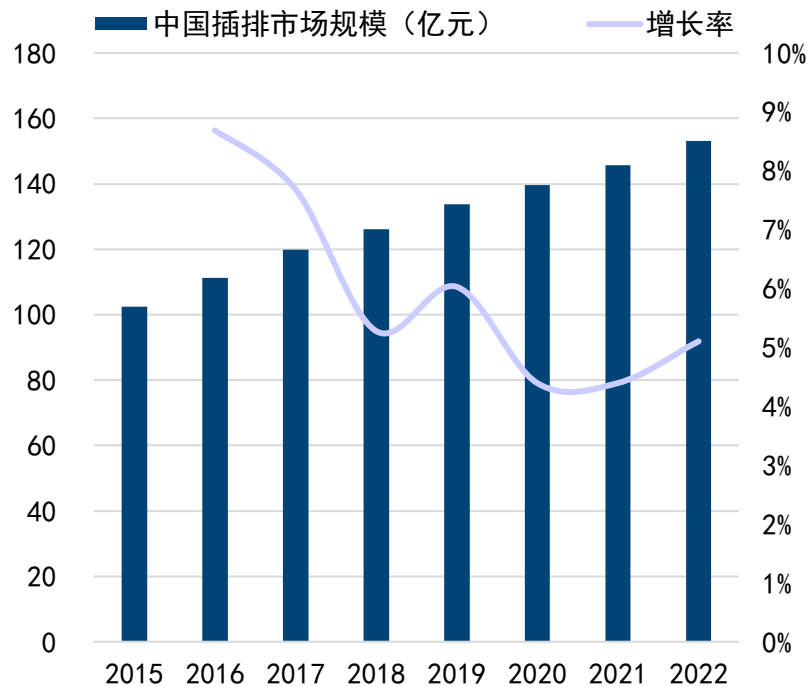
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 02 | 转换器&墙开： 传统强势业务，稳健增长压舱石

## 转换器：大盘规模成熟，产品仍有升级空间

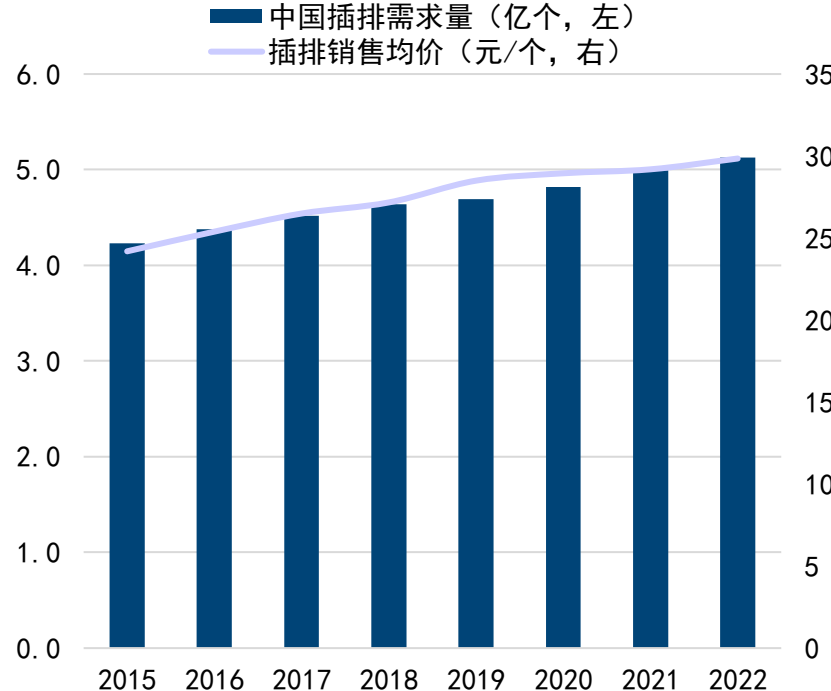
- 转换器（插座、插排）主要用途为电力转接，用于连接电源插头等，是事关用电安全和人身安全的常用品。
- 我国转换器行业已进入成熟期：华经产业研究院数据显示，2022年我国转换器市场规模约153亿元/需求量5.1亿个，近5年CAGR分别为5.0%/2.6%；销售均价约30元/个，近5年CAGR为2.4%，保持小幅上涨趋势。当前转换器行业增速已趋缓，需求以存量替换为主。
- 转换器以家用为主：按应用领域看，家用占比是大头，2021年转换器在居民家庭/工业企业/办公场所及其他领域的应用占比分别为70%/23%/7%。
- 转换器产品不断推新迭代：随着用电产品数量增加及快充等需求增长，转换器拓展出USB插座、快充魔方、氮化镓插座、屏显插座、轨道插座等新的品类，形态也更为多元。

### 我国插排行业规模增长趋缓



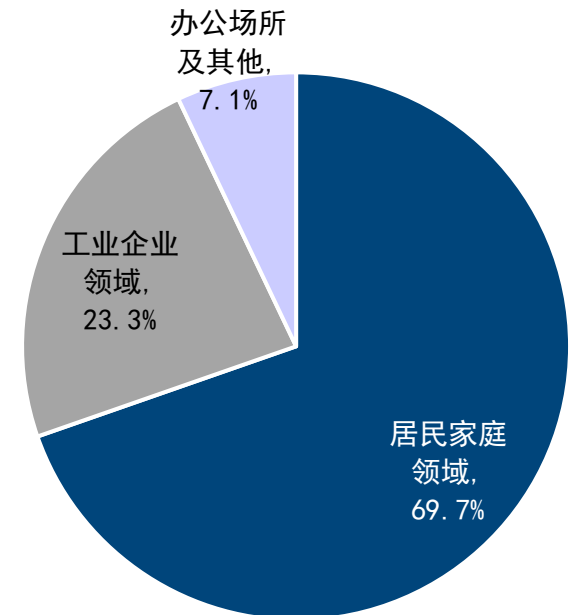
资料来源：华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

### 我国插排行业量价保持小幅上涨



资料来源：华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

### 我国插排行业应用以家用为主 (2021年)



资料来源：华经产业研究院、国信证券经济研究所整理





# 转换器：存量时代预计销量稳定，价格保持小幅上涨趋势

- 量的展望：**按应用领域划分，在家庭场景当中，假设户均使用3.5个、产品每5年更换一次，则预计2030年我国5.3亿家庭对应每年插排销量为3.7亿个；在商用方面，考虑到商用损耗相对较高，假设其使用年限为4年、平均使用数量高于家用，预计我国2030年1.9亿户商业主体对应插排年销量为1.9亿个。因此，预计2030年我国排插销量5.6亿个，2022-2030年复合增速为1.0%。
- 价的展望：**近几年插座新的产品形态开始大量出现，比如USB插座、快充魔方、轨道插座等，价格较之前的产品具有明显的提升，预计未来价格有望延续此前的增长趋势，保持此前复合2%+的上涨。预计到2030年我国排插均价年复合增长2.3%至36元/个。

预计2022-2030年我国排插市场量价小幅增长

	2022A	2030E		2022A	2030E		2022A	2030E
我国家庭数量（亿户）	4.95	5.30	个体工商户数（亿）	1.14	1.30	企业户数（亿）	0.55	0.60
户均使用数量（个）	3.5	3.5	户均使用数量（个）	3.5	3.5	户均使用数量（个）	5	5
合计保有量（亿个）	17.3	18.6	合计保有量（亿个）	4.0	4.6	合计保有量（亿个）	2.8	3.0
产品使用周期（年）	5	5	产品使用周期（年）	4	4	产品使用周期（年）	4	4
家用转换器年销量（亿个）	3.5	3.7	对应转换器年销量（亿个）	1.0	1.1	对应转换器年销量（亿个）	0.7	0.8

	2022A	2030E	增长空间	复合增速	产品	公牛蓝白4孔插座	公牛3孔3USB插座	公牛快充魔方插座	公牛轨道插座
合计转换器年销量（亿个）	5.15	5.60	8.7%	1.0%	配置	4插位1.8米	3孔3USB线长1.8米	30WPD快充线长1.5米	50cm轨道3插座
转换器销售均价（元/个）	30	36	20.0%	2.3%	价格（元/个）	31.7	49.9	81.6	399
对应行业规模（亿元）	154.5	201.5	30.4%	3.4%	图片				

资料来源：国家统计局、京东、华经产业研究院、国信证券经济研究所整理和预测

注：价格数据为京东2024年3月6日公牛官方自营旗舰店相应产品销售界面显示价格

# 转换器：公牛市占率断层领先，产品+营销+渠道筑壁垒

- 1995年入局转换器行业，前期靠产品、中期靠营销、后期渠道壁垒遥遥领先
  - 定位“安全插座”，5年成为全国第一：公司1995年入局插座行业，彼时慈溪汇聚了上百家插座企业，是全国插座生产基地。但由于产品同质化严重，价格战频发，良品率低。公司提出“公牛安全插座”的口号，打造差异化卖点，通过“公牛插座”与“安全”标签相捆绑，实现突围。2001年公司以超20%的市占率成为行业第一。
  - 央视投放广告，品牌走向全国：在站稳脚跟后，2002年公司集中营销资源，率先在央视投放广告，持续强化品牌认知。
  - 免费店招持续宣传，渠道改革强化壁垒：2005年公司改“坐商”为“行商”，要求经销商定期上门配送产品，了解终端销售情况，并为五金店、杂货店等免费安装带有公牛标识的广告牌，从而在终端获得了持续高效的品牌露出，进一步占领用户心智。2007年公司在插座领域市占率超过60%。2008年公司扁平化经销体系，取消省代，统一终端价格。2009年公司升级“行商”为“配送访销”，定期对终端送配货并保证公牛产品处于显眼位置。

## 公牛插座逐步成为行业引领者

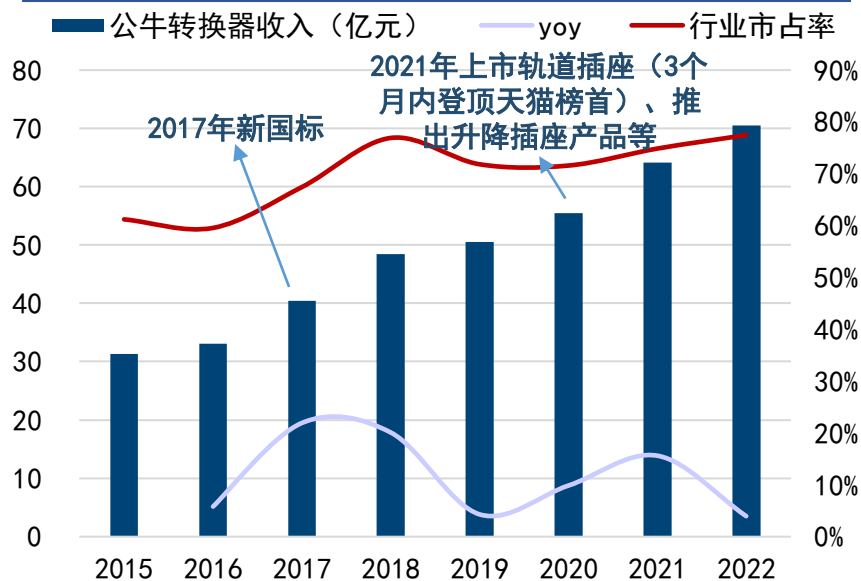


资料来源：公司官网、公司公告、央视网、国信证券经济研究所整理

# 转换器：公牛市占率断层领先，产品+营销+渠道筑壁垒

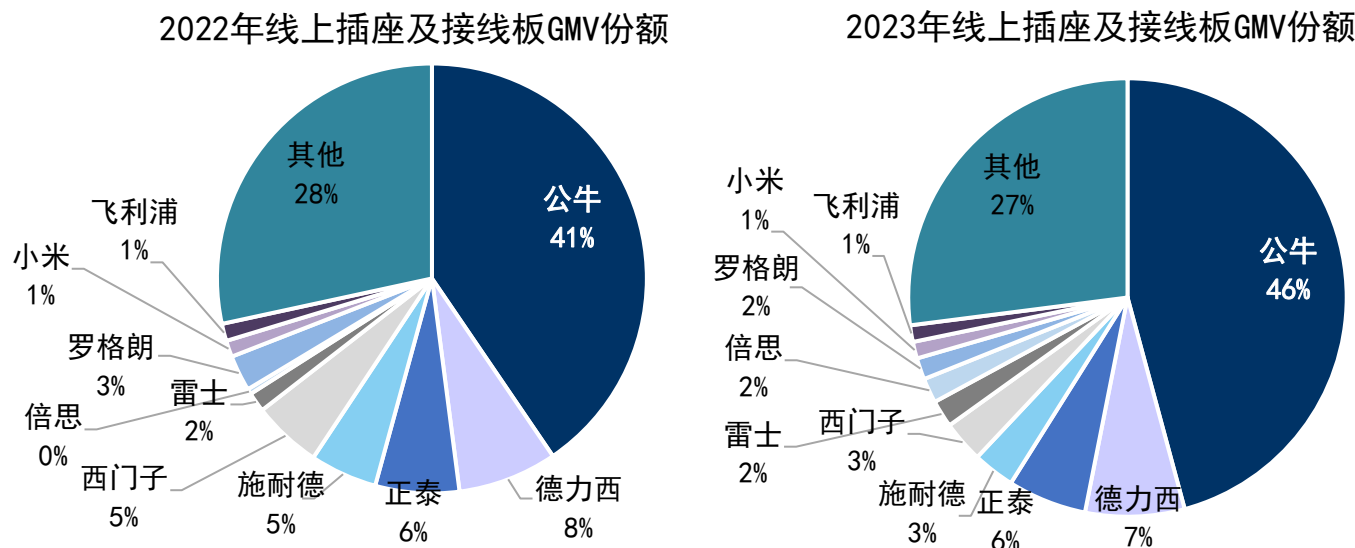
- 当前公牛保持转换器行业绝对领先的地位，线上线上市占率预计超70%
  - 2022年公牛转换器收入约67亿（报表口径电连接71亿/其中数码配件规模约3-4亿），公司2020年前加价倍率约为2倍（出厂价14.8元/终端零售平均30元），考虑到目前线上占比提升等，预计公司终端销售规模120亿左右。则153亿行业规模对应公司市占率超过70%。
  - 线上市占率断层第一：在淘系、京东及抖音三大主要电商平台上，公司2023年转换器GMV市占率达到46%，其余品牌市占率均低于8%。从趋势来看，公司线上市占率提升幅度同样位居首位，2023年GMV市占率提升超5pct，外资品牌及尾部品牌市占率被挤压。
- 发展展望：转换器行业相对成熟、且公司市占率较高，预计公司转换器业务将维持稳健发展
  - 增长点预计在：1) 产品升级带动均价上涨：近年轨道插座、防过充插座、转换插头等新产品持续推出，带动转换器保有量的提升，同时均价明显上升；2) 开拓国际市场：我国是全球转换器主要生产基地，而公司海外业务占比不足2%（OEM为主），未来东南亚等海外市场有望持续贡献增量。

### 2015-2022年公司转换器收入保持12%的复合增长



资料来源：公司公告、公司官网、华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

### 公牛在线上平台转换器行业市占率断层领先，且处于提升中



资料来源：京东、天猫、抖音、久谦中台、国信证券经济研究所整理



# 墙开：地产后周期品类，行业规模超200亿

- **墙壁开关插座**一般指安装在墙壁上使用的电器开关、插座。作为为电器通电的装修装饰用品，墙壁开关插座行业过去发展直接受益于地产市场、装修市场的发展以及电器保有量的提升，**后地产属性较为明显**。
- **行业规模测算**：按使用场景划分为家用和工商业，家用需求中以当年竣工面积测算，假设单套面积平均为100平米；存量房按前一年镇乡村实有住宅建筑面积/100平米/套计算出套数，再按12年的更新频率计算出存量更新套数，家用需求按2015年35个/户计算，此后每年增长1%。工商业需求按相同方式计算。墙开出厂价格按公司2020年披露的出厂均价7元/个计算，假设此后保持小幅增长。

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>家用需求</b>													
商品房竣工面积:住宅(万平米)	77185	71815	66016	68011	65910	73016	62539	72433	67362	68036	68716	69060	69060
yoy	4.6%	-7.0%	-8.1%	3.0%	-3.1%	10.8%	-14.3%	15.8%	-7.0%	1.0%	1.0%	0.5%	0.0%
新房当期可装修套数(万套)	772	718	660	680	659	730	625	724	674	680	687	691	691
全国镇乡村实有住宅建筑面积(亿平米)	322	308	319	324	336	339	343	344	346	346	346	346	346
yoy	0.6%	-4.2%	3.4%	1.7%	3.8%	0.7%	1.2%	0.4%	0.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
城乡存量住宅更新需求(万套)	2663	2679	2567	2654	2700	2803	2822	2856	2867	2882	2887	2887	2887
每套墙开需求(套/个)	35	36	36	36	37	37	38	38	38	39	39	39	40
<b>住宅墙开需求(亿个)</b>	<b>12.1</b>	<b>12.1</b>	<b>11.6</b>	<b>12.1</b>	<b>12.4</b>	<b>13.1</b>	<b>12.9</b>	<b>13.6</b>	<b>13.6</b>	<b>13.8</b>	<b>14.0</b>	<b>14.1</b>	<b>14.3</b>
yoy	2.7%	-0.1%	-4.1%	4.4%	1.8%	6.2%	-1.4%	4.9%	-0.1%	1.6%	1.4%	1.1%	1.0%
<b>工商业需求</b>													
市场主体数量(万户)	8705	9815	11020	12340	13841	15400	16900	18400	19688	20869	21913	22789	23701
yoy	12.4%	12.7%	12.3%	12.0%	12.2%	11.3%	9.7%	8.9%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	4.0%
每年新增(万户)	959	1109	1205	1320	1501	1559	1500	1500	1288	1181	1043	877	912
存量更新(万户)	646	725	818	918	1028	1153	1283	1408	1533	1641	1739	1826	1899
每套墙开需求(套/个)	70	70	70	70	70	70	70	71	71	71	71	71	71
<b>工商业墙开需求(亿个)</b>	<b>11.2</b>	<b>12.8</b>	<b>14.2</b>	<b>15.7</b>	<b>17.7</b>	<b>19.0</b>	<b>19.5</b>	<b>20.6</b>	<b>20.0</b>	<b>20.0</b>	<b>19.8</b>	<b>19.2</b>	<b>20.0</b>
<b>合计</b>													
<b>总需求(亿个)</b>	<b>23.4</b>	<b>25.0</b>	<b>25.8</b>	<b>27.8</b>	<b>30.1</b>	<b>32.1</b>	<b>32.4</b>	<b>34.2</b>	<b>33.6</b>	<b>33.8</b>	<b>33.7</b>	<b>33.3</b>	<b>34.2</b>
yoy	8.4%	6.9%	3.3%	7.8%	8.1%	6.8%	0.9%	5.6%	-1.8%	0.7%	-0.3%	-1.2%	2.7%
<b>更新需求占比</b>	<b>60%</b>	<b>59%</b>	<b>58%</b>	<b>58%</b>	<b>57%</b>	<b>58%</b>	<b>60%</b>	<b>61%</b>	<b>65%</b>	<b>67%</b>	<b>70%</b>	<b>73%</b>	<b>73%</b>
<b>新增需求占比</b>	<b>40%</b>	<b>41%</b>	<b>42%</b>	<b>42%</b>	<b>43%</b>	<b>42%</b>	<b>40%</b>	<b>39%</b>	<b>35%</b>	<b>33%</b>	<b>30%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>
墙开出厂均价(元/个)	6.9	6.9	6.9	6.9	7.0	7.1	7.2	7.2	7.4	7.5	7.6	7.7	7.7
yoy	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	1.0%	1.0%	1.5%	1.0%	2.0%	1.5%	1.0%	1.0%	0.5%
<b>墙开出厂规模(亿元)</b>	<b>160.5</b>	<b>172.1</b>	<b>178.3</b>	<b>192.7</b>	<b>210.4</b>	<b>227.0</b>	<b>232.6</b>	<b>248.0</b>	<b>248.3</b>	<b>253.7</b>	<b>255.5</b>	<b>254.9</b>	<b>263.2</b>
yoy	8.7%	7.2%	3.6%	8.1%	9.2%	7.9%	2.5%	6.6%	0.1%	2.2%	0.7%	-0.2%	3.2%

在均价的小幅带动下，预计强开行业规模保持稳健

# 墙开：差异化定位装饰开关，经销商数量最多

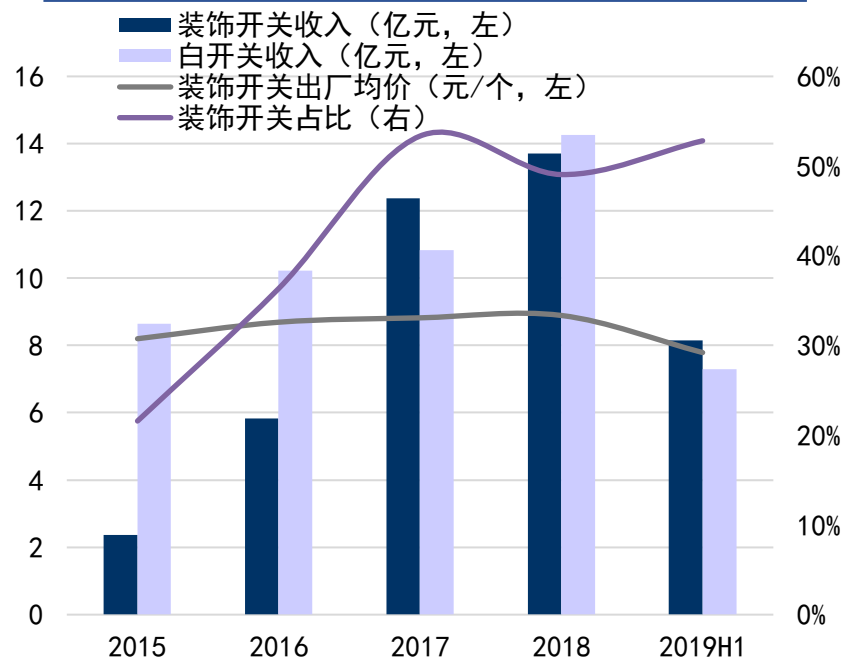
## □ 2007年切入墙开，成功复制转换器（产品-渠道）成长路径

- **产品卡位“装饰开关”**：2007年公司进军墙开领域。当时我国墙开产品主要分两类，一类是普通白色开关，多为国内厂商生产，格局分散、价格竞争激烈；另一类为装饰开关，生产企业多为外资或合资品牌，市场集中在一二线城市，定价多在100元以上。因此，公司萌生主打大众能用得起的装饰性开关的想法，并优先抢占下沉市场。2013年公司推出多彩开关，带动市占率跻身行业前三。
- **渠道下沉，经销体系升级**：公司在渠道端选择差异化布局，下沉至县级市场，以县级区域为划分经销商，并拓展水电、装修等建材灯饰渠道。为获得更多终端陈设面积，公司升级“配送访销”为“老板营销”，要求经销商亲自上门拜访销售网点，获得更多铺货。2015年公司墙开市占率成为行业第一。公司的墙开与转换器经销体系相对独立，目前墙开共有约1600名经销商，约12万家终端网点。

### 公牛墙开定位于装饰开关



### 公牛装饰开关价格不高、占比快速提升



### 公牛墙开经销商的数量最多

经销商数量个数	2016	2017	2018	2019H1	终端数量 (2022A)
转换器	439	453	477	472	75万
墙壁开关插座	1580	1541	1525	1569	12万
数码配件	/	413	373	379	25万
线上	35	62	63	67	
减：兼营重叠数	141	402	165	154	
合计经销商	1913	2067	2273	2333	110万

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

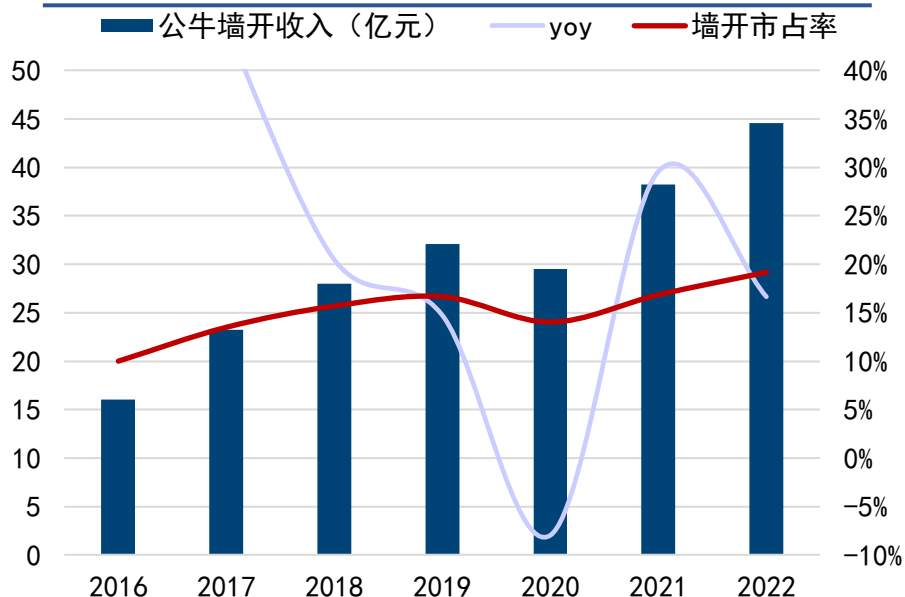
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

# 墙开：公牛市占率持续提升，当前约为20%

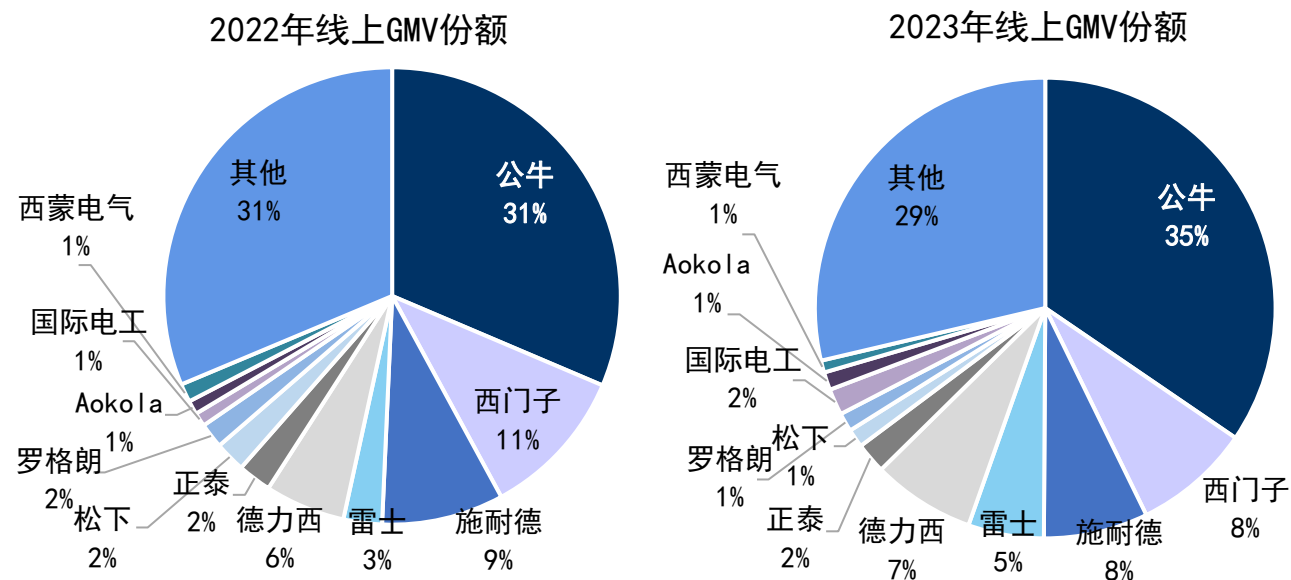
- 公牛墙开行业市占率从2016年约10%提升至2022年20%左右，份额保持领先
  - 2022年公牛墙开收入约45亿，根据之前的测算，2022年墙开行业规模为233亿元，公司的市占率约为20%。2016-2022年公司在墙开行业市占率提升幅度接近10pct，收入CAGR接近19%，在份额的助推下实现较快增长。
  - 2023年线上市占率接近35%：公司2023年淘系、京东及抖音平台的开关GMV份额达到34.5%，同比提升3.1pct，市占率及提升幅度均位居行业第一。部分外资品牌如西门子、施耐德及尾部品牌市占率下降明显，头部国产品牌份额有所提升。
- 发展展望：与转换器相比，公司在墙开领域的市占率并不算高，未来主要的增长点来自于市占率的提升
  - 一方面通过渠道扩充整合下沉市场，通过品牌力和高质量、性价比，抢占白牌的份额；另一方面，扩充高端产品，实现品牌升级，抢占外资品牌的高端份额。此外，公司也在打造品牌专卖店，有望通过套系化销售将转换器的份额优势转化为墙开的份额，拉动份额的提升；在墙开需求更多为更换需求下，以零售为主的公牛渠道也有望受益。

2015-2022年公司墙开收入保持19%的复合增长



资料来源：公司公告、公司官网、华经产业研究院、国信证券经济研究所整理

公牛在线上平台开关行业市占率稳居第一，且处于提升中

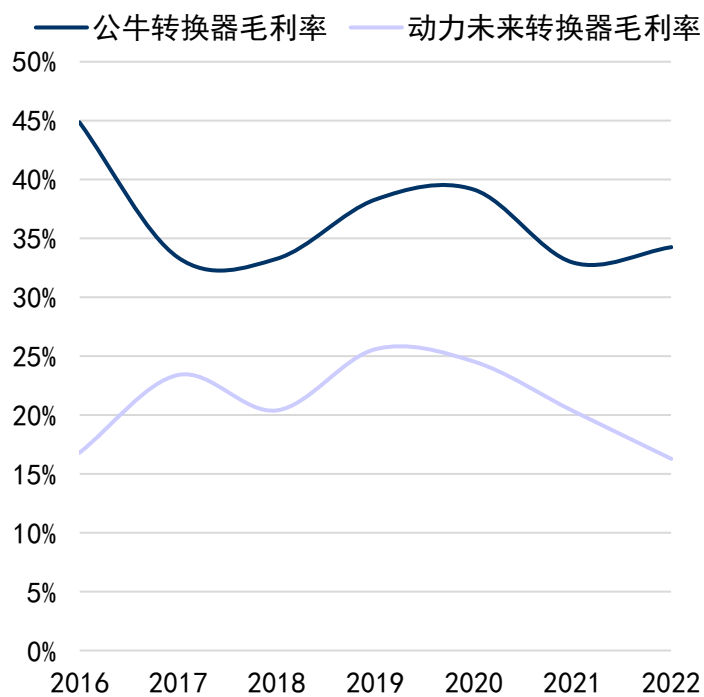


资料来源：京东、天猫、抖音、久谦中台、国信证券经济研究所整理

# 竞争优势总结：供应链管理强，成本具备优势

- **供应链强大，构建成本优势：**公司依托规模优势和供应链能力，在产品具有较高性价比获得较大规模市场的同时，自身的毛利率也能维持在较高水平。在转换器领域，小米的转换器供应商动力未来的转换器出厂成本超过30元，而公牛的出厂成本为7.4元，毛利率也远高于动力未来。墙开领域，公司依托**零部件自制和生产自动化**，借助与转换器在原材料（均为铜、塑料等）采购的协同，保障产品**高性价比和高毛利率**。
- **公司核心业务研发积累深，产品SKU多：**公司在研发上持续投入，技术积累深。小米在2015年推出的USB插座，研发耗时15个月，而公牛在4个月内便研发出性价比更好的同类型产品，成功抵御行业竞争。在产品类型上，公司产品**更新迭代速度快，产品线更齐全，价格范围大**，充分满足各类消费者需求。

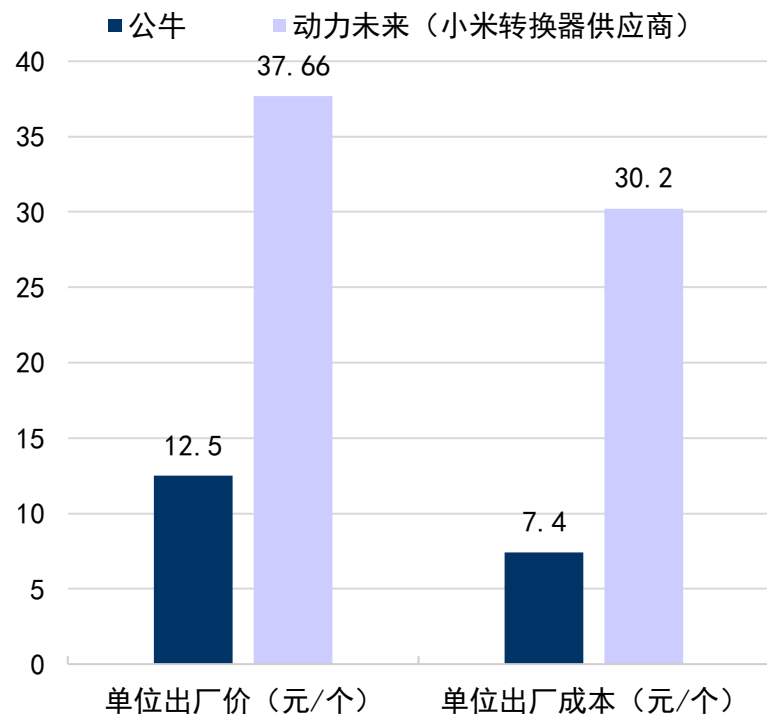
### 公牛转换器毛利率远高于小米供应商



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

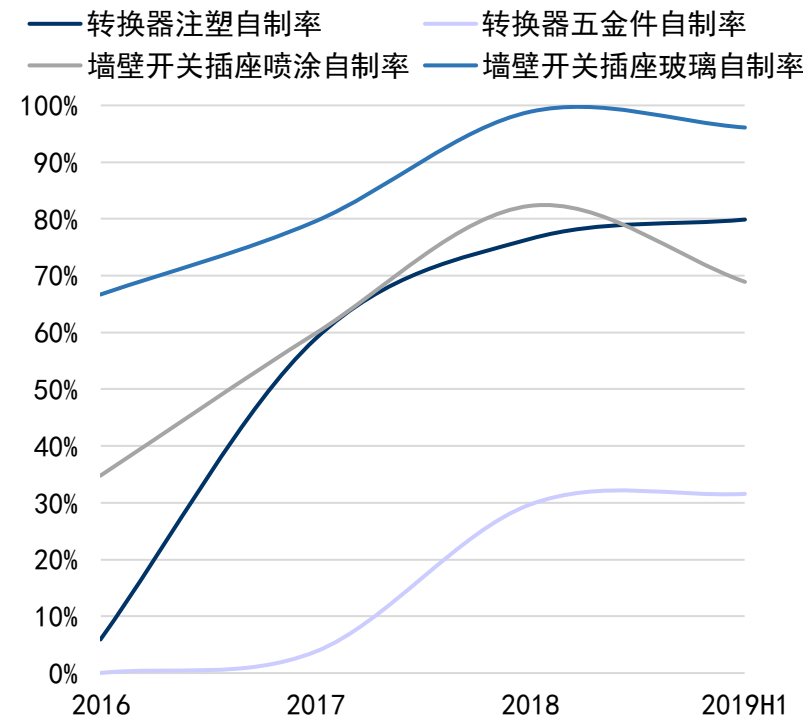
### 公牛转换器具有显著的成本优势



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

注：公牛转换器成本较低还受到产品SKU较多、价格带较广的影响

### 公牛主要零部件自制率持续提高



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## □ 品牌：定位精准，店招构建强大壁垒，抢占消费者心智

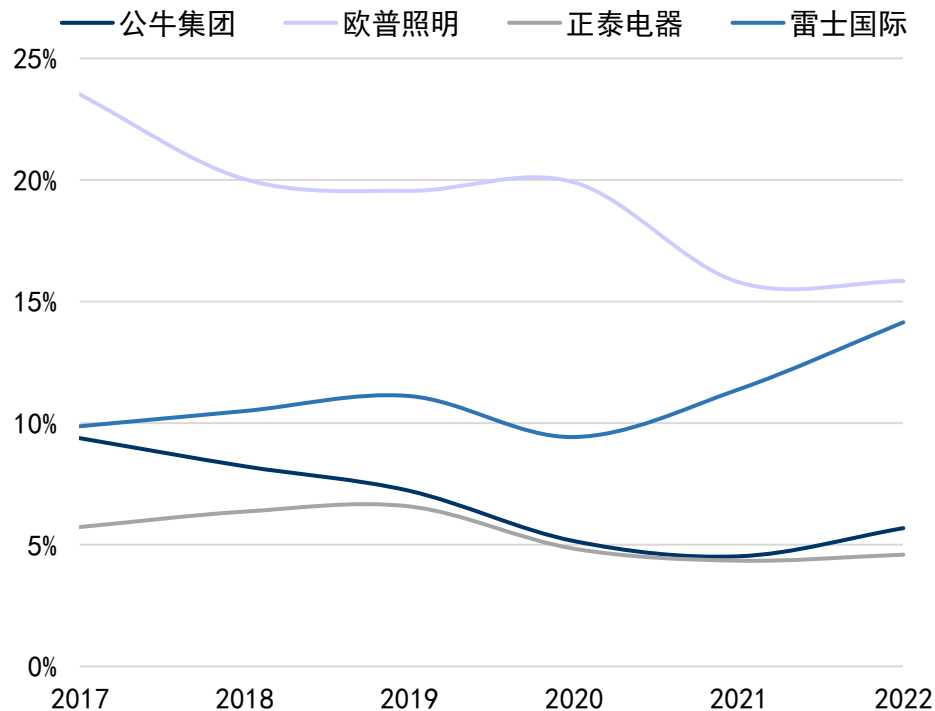
- **品牌定位精准：**公司在开拓品类时，精准选择差异化定位，且契合消费者需求，插座主打“安全”，墙开定位“装饰”，LED照明定位“护眼”。通过产品与宣传上的持续强化，“公牛”品牌逐步逐渐成为转换器、墙开品类代名词，进而树立品牌认知。
- **店招抢占消费者心智：**公牛通过在全国上万网点投放免费“公牛”店头招牌、既可以帮助消费者在有需求时能够及时找到门店，并潜移默化地增加公牛“安全”概念在消费者眼中的出现频率，实现低成本、广覆盖、准触达的宣传效果，有效抢占消费者心智。2022年公司销售费用率仅为5.68%，显著低于欧普照明、雷士国际等竞争对手，公牛营销投入效率明显更优。

### 公牛店招深入各地，销售展示突出



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

### 公牛销售费用率处于行业较低水平



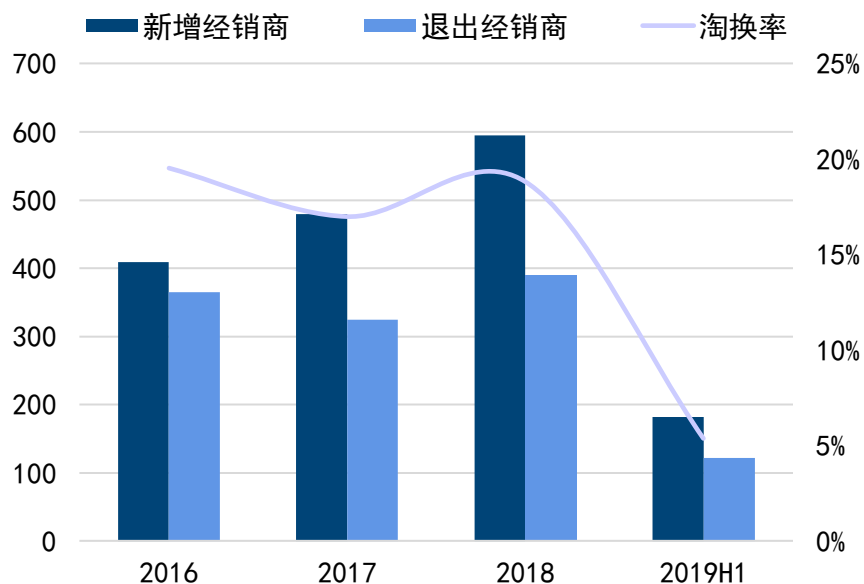
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

# 竞争优势总结：渠道持续升级，经销商粘性强，网点覆盖广

## □ 渠道：充分让利与严格考核管理相结合

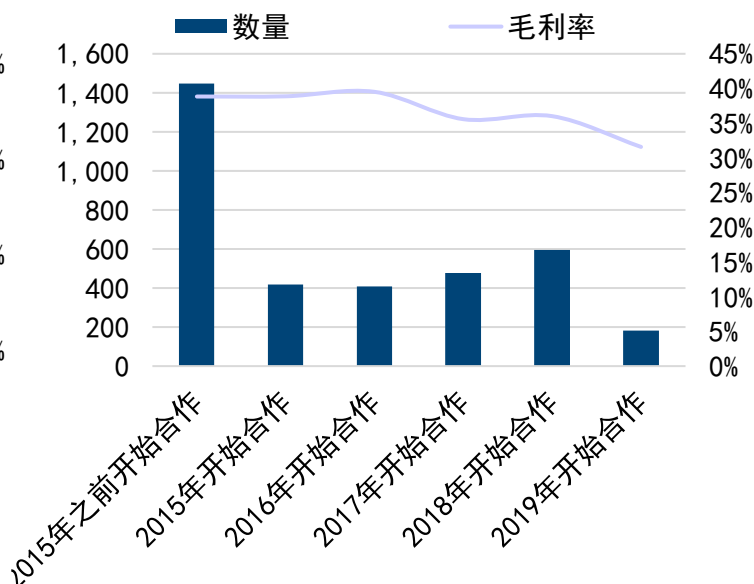
- **经销体系不断优化调整，严格筛选：**1) 公司对经销体系进行三次大升级，2005年由“坐商”变“行商”，2008年推行渠道扁平化，2009年推行“配送访销”。2) 针对不同的品类采取灵活的渠道体系，墙开业务采用县级经销商，并区隔墙开和转换器经销商，保证经销商的精力。3) **严格考核经销商**，公司每年对经销商进行考核更换，2016-2018 年公司经销商汰换率大约为15%-20%。
- **对经销商让利多，形成高粘性：**对经销商严要求的同时，公司对经销商采取高让利，公司/经销商/终端网点毛利率水平分别约35%-50%/30%-45%/20%-45%，而且经销商合作时间在3年以上，毛利率基本能接近40%。
- **网点兼具深度与广度：**公司形成75万多家五金渠道售点、12万多家专业装饰及灯饰渠道售点及25万多家数码配件渠道售点，涵盖各城乡的门店、卖场、专业市场等各种场所，覆盖广，且通过经销商的耕耘，形成深度合作。线上渠道，公司转换器及墙开保持断层领先的地位。

### 公牛对经销商进行经常性淘换



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 公牛经销商高毛利、高粘性（2019年数据）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 公牛终端网点数量遥遥领先

	经销商	终端数量
公牛	500转换器、1600墙开	75万多家五金渠道售点（含五金店、日杂店、办公用品店、超市等）、12万多家专业装饰及灯饰渠道售点及25万多家数码配件渠道售点
正泰	500+家一级经销商，5000+家二级分销商	超10万家终端渠道，实现地市级覆盖率96%以上
欧普	300+一级	10万终端、4万门店、4500专卖区/店
晨光	36一级、1200大客户	8.5万终端、540家直营大店（九木占大头）

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

03

LED照明&生态品类：  
场景重合、渠道复用，以无主灯突围

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/578034052001006045>